

IX CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"PROBLEMI ATTUALI DELLA PROPRIETÀ NEL DIRITTO COMMERCIALE"

Roma, 23-24 febbraio 2018

Lorenzo Benedetti

La valutazione delle partecipazioni sociali nella società in crisi

1. *Premessa.*

Come afferma chiaramente la dottrina tedesca, la valutazione dell'impresa costituiva un problema ricorrente già nell'ambito delle procedure concorsuali anteriormente alle recenti riforme che hanno interessato la posizione dei soci dell'ente in crisi, almeno al fine dell'applicazione della regola, originariamente applicabile soltanto ai creditori concorrenti, che impone un raffronto fra il trattamento per gli stessi previsto nel piano di ristrutturazione e quello loro applicabile in caso di ricorso alla procedura di liquidazione giudiziale. Regola sancita in Germania dai §§ 245, *Abs.* 1, n. 1, 251, *Abs.* 2 e 253, *Abs.* 2, n. 3 e riprodotta in Italia nell'art. 180, comma 4 (e 182 *septies*, comma 4, lett. c)), l.fall¹.

Per fini analoghi a quelli propri dell'ordinamento tedesco e italiano – nella sostanza l'attivazione degli strumenti di protezione contro la soluzione della crisi a tutela degli interessi su quali la procedura incide–, ma con riferimento sia ai creditori, sia ai soci, il problema è normato nella proposta Ue sull'insolvenza del 2016 dove al considerando n. 30 si afferma, in via di principio che "L'omologazione del piano di ristrutturazione da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa serve per garantire che la riduzione dei diritti dei creditori o delle quote dei detentori di strumenti di capitale sia proporzionata ai benefici della ristrutturazione e che tali soggetti abbiano accesso a un ricorso effettivo. L'autorità giudiziaria o amministrativa dovrebbe pertanto respingere il piano di ristrutturazione se è stato accertato che il tentativo di ristrutturazione riduce i diritti dei creditori o detentori di strumenti di capitale dissenzienti in misura superiore rispetto a quanto questi potrebbero ragionevolmente prevedere in caso di liquidazione dell'impresa

¹ Il rilievo della valutazione dell'impresa è sottolineato da Crystal-Mokal, *The valuation of distressed company*, 123 ss. Per la dottrina tedesca v. PÜHL, *Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren* (Köln, 2016), 386 ss., ove ampi riferimenti.

del debitore, sia essa una liquidazione per settori o una vendita dell'impresa in continuità aziendale a seconda delle circostanze particolari di ciascun debitore". In pratica, la proposta UE individua l'omologazione giudiziaria come uno strumento di tutela tanto dei creditori quanto dei soci dissenzienti rispetto allo strumento di soluzione della crisi, la cui applicazione implica una valutazione dell'impresa in uno scenario alternativo a quello delineato nella soluzione della crisi della cui omologazione si tratta. Si propone, dunque, una soluzione certamente vicina a quella già prospettata dal diritto positivo tedesco; e anche da quello italiano per i soli creditori, ma suscettibile di essere trasposta anche – come già anticipato in un precedente scritto e come si accennerà tra breve – ai soci².

Al riguardo, tuttavia, la proposta di direttiva adotta due differenti parametri di valutazione:

– il valore di liquidazione dell'impresa (considerando 27, artt. 2, n. 9 e 13, comma 1) ai fini della prova dell'“interesse superiore del creditore” dissenziente che condiziona l'omologazione ai sensi dell'art. 10, comma 2, lett. b) nell'ambito della c.d. "ristrutturazione dei debiti verso i creditori dissenzienti" (ossia nell'ambito del cram down all'interno delle singole classi: art. 2, n. 7)³;

– il “valore dell'impresa sulla base del valore dell'impresa in continuità aziendale”⁴ quando per l'adozione del piano di ristrutturazione è necessario applicare la ristrutturazione trasversale dei debiti (oltre che quando il piano sia contestato per violazione della regola della priorità assoluta: art. 13, comma 2), intesa come “l'omologazione da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa del piano di ristrutturazione nonostante il dissenso di una o più classi interessate di creditori” (art. 2, n. 8) che però “è stato approvato da almeno una classe di creditori interessati diversa da una classe di detentori di strumenti di capitale o altra classe che, in base a una valutazione

² V. BENEDETTI, “La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi o sopportare (Aufopferungs- o Duldungspflicht)?”, di prossima pubblicazione su RDS.

³ Si introduce come condizione dell'omologazione da parte del giudice un requisito analogo al *best interest test* previsto per il *Chapter 11 USA* (§ 1129 (a) (7) b.c.). Sul punto ampiamente TOLLENAAR, “The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings”, *Insolvency Intelligence*, 2017, Vol. 30 (5), 68 anche per ampi riferimenti.

⁴ Anche sul punto si rinvia all'ampio approfondimento di TOLLENAAR, *op. cit.*, che peraltro critica l'impostazione della direttiva e EIDENMÜLLER, “Contracting for a European Insolvency Regime”, *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, law working paper n. 341/2017, *ecgi.com*, 12 ss.

dell'impresa, non riceverebbe alcun pagamento o altro corrispettivo se fosse applicato il normale grado di priorità di liquidazione" (art. 11, comma 1, lett. b))⁵.

Il suddetto problema assume, peraltro, ulteriore rilievo e vede estesa la propria portata originaria a seguito delle recenti riforme che hanno interessato le discipline concorsuali di alcuni dei più importanti paesi europei e che, sul modello del *Chapter 11 USA*, hanno determinato il superamento, se si vuole il sovvertimento del consolidato orientamento – a sua volta fondato sul tradizionale principio di neutralità organizzativa delle procedure concorsuali⁶ – per cui oggetto dello spossessamento (pieno o attenuato, a seconda dei casi) determinato dall'apertura di una procedura a carico di una società è soltanto il patrimonio dell'ente in crisi, non già le partecipazioni dei soci, i quali rimarrebbero gli unici titolari delle stesse e del potere di disporne⁷.

Al riguardo si consideri: la riforma dell'*InsO* tedesco realizzata nel 2012 per mezzo dell'*ESUG*; quella realizzata in Francia dall'*Ordonnance* n° 2014-326 del 12 marzo 2014 che ha introdotto l'art. L631-9-1 del *code de commerce* e dalla *loi Macron* del 10 luglio 2015 per le società di maggiori dimensioni che ha aggiunto nel *code de commerce* un nuovo art. L631-19-2; per l'Italia, l'art. 163, comma 5, l.fall. e l'art. 185 comma 6, l.fall., entrambi introdotti dal d.l. 83/2015 recependo un'impostazione circa la posizione dei soci nelle procedure concorsuali sostanzialmente assimilabile a quella fatta propria dalle legislazioni tedesca e

⁵ Sono numerosi i commenti sulla proposta di direttiva UE. Fra essi, senza pretesa di esaustività, si ricordano PANZANI, "La proposta di Direttiva della Commissione UE: *early warning*, ristrutturazione e seconda chance, *Fallimento*, 2017, 129 ss.; STANGHELLINI, "La proposta di Direttiva UE in materia di insolvenza, *Fallimento*, 873 ss.; EIDENMÜLLER, *op. cit.*; TOLLENAAR, *op. cit.*, 66 ss.; i contributi del fascicolo 50 di *ZINSO*, 2016; lo studio del parlamento UE, *The commission insolvency proposal and its impact on the protection of creditors*; MC CORMACK, "Corporate restructuring law – A second chance for Europe?", *European Law Review*, 2017, 42.4, 532 ss.

⁶ Per un'ampia ricostruzione del principio menzionato nel testo v., da ultimo, nella letteratura italiana PINTO, "Concordato e organizzazione societaria", *Riv. soc.*, 2017, 100 ss., il quale ne ravvisa l'essenza nel fatto che "l'unitario scopo generale della procedura d'insolvenza è l'attuazione collettiva della responsabilità patrimoniale", e "oggetto della responsabilità è il patrimonio del debitore, non la sua organizzazione societaria o associativa" (così l'*Allgemeine Begründung* della proposta governativa dell'*Insolvenzordnung* tedesca del 1994 citata dall'autore); v., inoltre, NIGRO, "La società per azioni nelle procedure concorsuali", in COLOMBO–PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni* (Torino, 1993), 9**, 336; FERRI jr, "Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi", in TOMBARI (a cura di), *Diritto societario e crisi d'impresa* (Torino, 2014), 100; e nella letteratura tedesca SCHMIDT, "Das Insolvenzrecht mischt sich ein", *ZHR*, 2010, 174, 243 ss., il quale critica il principio di neutralità, definendo come ingannevole illusione il fatto "che il diritto dell'impresa in crisi debba accettare il diritto societario, e non viceversa"; MÜLLER, *Der Verband in der Insolvenz* (Köln-Berlin-Bonn-München, 2002), 318 ss.

⁷ Da ultimo, in Italia MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa* (Milano, 2010), 394 ss.; FERRI jr, "La struttura finanziaria della società in crisi", *RDS*, 2012, 480 ss., il quale, come si dirà, contestava già prima del 2015 l'accettabilità della tesi tradizionale; D'ATTORRE, "Le proposte di concordato preventivo concorrenti", *Fallimento*, 2015, 1168 ss.

francese, che, peraltro, appare destinata a rimanere sostanzialmente immutata anche nella futura legge fallimentare riformata organicamente in attuazione della legge delega al Governo n. 155/2017 (v. art. 95, comma, 6, bozza codice della crisi e dell'insolvenza).

L'obiettivo perseguito e realizzato dalle riforme elencate consiste nell'inclusione dei soci - ovvero dei loro *Anteils- und Mitgliedschaftsrechte* - nell'*Insolvenzplan* (§ 217, Abs. 2, *InsO*) o comunque nella omologhe soluzioni negoziali della crisi degli altri ordinamenti (*redressement* in Francia, concordato in Italia). In sostanza i soci, da soggetti estranei alla procedura concorsuale, diventano soggetti aventi una posizione equiparata - almeno in Germania - a quella dei creditori sociali o comunque soggetti le cui partecipazioni sociali possono essere oggetto di disposizione da parte del piano sotteso alla strumento di soluzione della crisi concretamente esperito (nel nostro ordinamento il concordato preventivo)⁸.

Tale cambiamento - tanto elementare, quanto dirompente da un punto di vista sistematico - costituisce il presupposto per l'imposizione, in quanto contemplata all'interno del piano alla base della procedura di ristrutturazione, della trasformazione dei diritti dei soci per mezzo dell'adozione di provvedimenti strutturali di diritto societario, in funzione per es. di un tipico strumento di ristrutturazione della società in crisi quale il *debt-equity-swap*⁹.

La realizzazione di un obiettivo siffatto implica un tipico problema proprietario rispetto ai soci, in quanto, come rilevato da attenta dottrina - sebbene in relazione al *bail in* -, le norme della Convenzione Europea dei diritti dell'Uomo, per il tramite dell'art. 117 Cost., possono costituire parametro del sindacato di legittimità costituzionale; sicché, anche ai fini del diritto interno, entra in gioco quella nozione allargata di proprietà che si è affermata presso la Corte di Strasburgo e che arriva a comprendere anche i diritti relativi,

⁸ HIRTE- KNOF- MOCK, "Des Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen", *DB*, 2011, 637; GRÄFIN VON SPEE, *Gesellschafter im Reorganisationsverfahren* (Köln, 2014), 104. Per l'inquadramento sistematico della nuova disciplina come realizzazione della *absolute Vorrangregel* (ossia della primazia dell'interesse dei creditori su quello dei soci) v. PÜHL, *op. cit.*, 133 ss.; THOLE, *Gesellschaftsrechtliche Massnahmen in der Insolvenz* (Köln, 2015), 65 ss.

⁹ Il *DES* è indicato dalle fonti straniere come una tecnica cruciale per la ristrutturazione: v. EIDENMÜLLER, *op. cit.*, 10 ss.; CRYSTAL-MOKAL, "The Valuation of Distressed Companies - A Conceptual Framework", *International Corporate Rescue*, 3, 4. Per ampi riferimenti alla nuova concezione della posizione dei soci nelle procedure concorsuali in GRÄFIN VON SPEE, 104, nt. 653, che considera la novella dell'*ESUG* come rivoluzionaria, perché determina il superamento della tradizionale separazione fra il diritto societario e quello concorsuale; HIRTE, "§ 225a", in Uhlenbruck-Hirte-Vallender (hrsg), *Insolvenzordnung. Kommentar* (München, 2015), *Rdn.* 12 ss., 2490 ss.; SCHMIDT, "Debt-to-Equity Swap bei der (GmbH & Co-) Kommanditgesellschaft", *ZGR*, 2012, 568; PINTO, *op.cit.*, 114.

ma pure la tendenza – propria del diritto interno – ad assecondare un sempre più accentuato processo di oggettivazione dei diritti correlati al finanziamento e all’investimento in iniziative imprenditoriali, che oramai si ascrivono alla categoria dei c.d. beni di secondo grado. Con la conseguenza che tali diritti si prestano a essere considerati come oggetto di una situazione di appartenenza riconducibile al paradigma proprietario e suscettibile di essere tutelata in applicazione diretta dell’art. 42 Cost.¹⁰.

Del resto, la tutela della proprietà delle partecipazioni societarie da parte del § 14 GG (norma della Costituzione tedesca ampiamente assimilabile, anche quasi sinottico all’art. 42 Cost vigente nel nostro ordinamento) è principio consolidato anche nella giurisprudenza della *BVerfG* tedesca e questione oggetto di ampie trattazioni nella dottrina¹¹, la quale icasticamente afferma – per rendere l’idea della possibilità di incidere sui diritti proprietari dei vecchi soci della società in crisi tramite l’*Insolvenzplan* – in modo pacifico che la disciplina dell’*InsO* legittima l’“Eingriff” sulle (la possibilità, cioè, di incidere, di intaccare le) partecipazioni sociali¹².

2. *Gli ambiti nei quali assume rilievo la questione della valutazione delle partecipazioni dei vecchi soci: l’ordinamento tedesco.*

Come emerge dallo spoglio della letteratura tedesca, il problema della valutazione dell’impresa nell’*Insolvenz(plan)verfahren* influisce sulla tutela endoconcorsuale degli interessi dei soci. Tutela che, a seguito dell’*ESUG* – e coerentemente con l’obiettivo fondamentale, dichiaratamente perseguito dal legislatore tedesco, di rimuovere il potere di veto dei soci, al fine di agevolare la realizzazione delle misure funzionali all’attuazione di un *Sanierungsplan*, che risulti vantaggioso per gli interessi dei creditori sociali¹³ – ha subito

¹⁰ GUIZZI, “Il *bail-in* nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?”, *Corr. giur.*, 2015, 1490 ss. ove ampi riferimenti. In merito alla posizione dei soci nei processi di ristrutturazione dell’impresa in crisi e ai problemi che tale questione pone in relazione alla proprietà azionaria v. *European Law Institute*, 309 ss.

¹¹ Per ampi riferimenti si rinvia a PRUSKO, *Die Gesellschafterstellung in der Insolvenz* (München, 2013), 94 ss.; PÜHL, *op. cit.*, 144 ss.; DERKSEN, *Die Unternehmenssanierung innerhalb und außerhalb der Insolvenz*, (Baden-Baden, 2017), 81 ss.

¹² PÜHL, *op. cit.*, 73 ss.; DERKSEN, *op. cit.*, 67 ss.; VON SPEE, *op. cit.*, 105 ss.

¹³ Conseguentemente i cambiamenti della struttura interna della società, normalmente necessari nel processo di ristrutturazione, quali le operazioni sul capitale e sulle partecipazioni sociali (per es. il *debt-equity-swap*), non potevano essere realizzati senza la volontà dei soci, in quanto costoro non partecipavano all’*Insolvenzplanverfahren*; sicché un *Insolvenzplan* che avesse contemplato l’adozione di operazioni straordinarie destinate a incidere sugli assetti societari richiedeva necessariamente, per essere realizzato, il preventivo consenso – espresso in sede assembleare, secondo le regole sostanziali e i quozienti a tal fine prescritti dalla legge e/ o dallo statuto – a tali provvedimenti di quegli stessi soci, che pure avevano ormai

uno spostamento di baricentro dal piano organizzativo a quello meramente patrimoniale¹⁴.

Come accennato, già prima dell'*ESUG* la valutazione dell'impresa nell'*Insolvenz(plan)verfahren* era una questione rilevante per l'applicazione della clausola, ricorrente in numerose disposizioni dell'*Insolvenzordnung*, che impone di verificare se i creditori possano ricevere un trattamento migliore di quello previsto nell'*Insolvenzplan*.

La stessa questione si ripropone, dopo la novella dell'*ESUG*, rispetto ai soci ai quali, come gruppo che prende parte alla procedura d'insolvenza, sono state estese le disposizioni (§§ 245, 251, 253 *InsO*) che prevedono la valutazione comparativa fra lo scenario della ristrutturazione e quello liquidatorio (c.d. *Vergleichsklausel*).

La valutazione delle partecipazioni dei vecchi soci condiziona in modo determinante, come precedentemente rilevato, la possibilità di esperire con successo gli strumenti di tutela loro accordati nella procedura d'insolvenza a garanzia del diritto di proprietà sulle partecipazioni sociali; di conseguenza, la questione assume un'importanza centrale affinché tramite quei rimedi non si realizzi una surrettizia reintroduzione del loro potere di veto rispetto all'attuazione di una soluzione concordata della crisi.

Tale considerazione vale in primo luogo in relazione alla prima delle disposizioni appena menzionate ovvero il § 245 *InsO* – che disciplina la possibilità di fingere esistente il consenso di una classe, compresa quella costituita dai soci, purché ricorrano i presupposti ivi elencati per l'applicazione dell'*Obstruktionverbot* – il quale, all'*Abs. 1, n. 1*, prevede che anche la classe composta dai soci possa essere considerata assenziente al piano, il quale non abbia di per sé raggiunto le maggioranze prescritte dalla legge, purché “the members of such a group are likely not to be placed at a disadvantage by the insolvency plan compared with their situation without such plan” (nella sostanza, i componenti della classe dissenziente non devono ricevere dal piano un trattamento peggiore di quello che sarebbe loro applicabile in caso di mancata approvazione)¹⁵.

Il possibile risultato di attribuire nuovamente ai soci – impedendo il raggiungimento della maggioranza necessaria all'approvazione del piano (pari alla maggioranza in tutte le classi costituite) e, di conseguenza anche la *Bestätigung* (approvazione) da parte del

perduto quella prospettiva di destinatari di ultima istanza del risultato dall'attività economica (*residual claimant*), a cui è tradizionalmente correlata l'attribuzione delle prerogative corporative (per tutti i necessari riferimenti e per maggiori approfondimenti sia consentito rinviare a Benedetti, §§ 1 ss.).

¹⁴ PÜHL, *op. cit.*, 163.

¹⁵ V. GRÄFIN VON SPEE, *op. cit.*, 124 e nt. 803 per ampi riferimenti; PINTO, *op. cit.*, 116 ss.; BENEDETTI, *op. loc. cit.*

tribunale – quel potere di veto rispetto all'*Insolvenzplan* che il legislatore dell'*ESUG* ha inteso sottrargli, comprendendoli fra i soggetti inclusi nell'*Inolvenzplanverfahren* – potere, dunque, antitetico rispetto alla *ratio* delle modifiche introdotte dall'*ESUG* – viene scongiurato in quanto ai sensi dell'*Insolvenzordnung* i soci hanno l'onere di provare, per impedire l'applicazione dell'*Obstruktionsverbot*, che, in mancanza dell'attuazione del piano, godrebbero di una posizione migliore (§ 245, *Abs. 1, InsO*)¹⁶.

Un presupposto analogo è previsto anche in relazione alla tutela della minoranza dei soci, in quanto

– il § 251, *Abs. 1, Inso* dispone che l'approvazione del piano può essere rifiutata dal giudice quando un soggetto proponga opposizione a tale atto e costui sia in grado di dimostrare che egli è “likely to be placed at a disadvantage by the plan compared with his situation without a plan”;

– il § 253 *Inso* prevede la possibilità di impugnare l'approvazione del piano del tribunale (*Abs. 1*), ma soltanto ove l'attore dimostri che “he will be placed at a significant disadvantage on account of the plan than without the plan and that this disadvantage cannot be compensated by means of a payment from the funds referred to in section 251 subsection (3)” (*Abs. 2*).

Ancora la valutazione delle partecipazioni sociali dei vecchi soci nell'*Insolvenzplanverfahren* assume rilievo in Germania al fine di valutare se l'evizione del loro diritto proprietario sia conciliabile con il § 14 GG e se e in che misura tale evizione determini la nascita di un diritto a percepire un indennizzo in caso di eventuale espropriazione della propria posizione societaria nell'ambito della ristrutturazione.

3. *I criteri per la valutazione delle partecipazioni sociali alla società in crisi proposto dalla dottrina tedesca*¹⁷.

Per la valutazione dell'impresa vengono individuati due macro-criteri fondamentali: il *Liquidationswert*¹⁸ e il *Fortsführungswert*¹⁹.

¹⁶ Per riferimenti v. BENEDETTI, *op. loc. cit.*; PÜHL, *op. cit.*, 164, il quale afferma che un piano potrebbe rimanere del tutto privo di effetti qualora agli azionisti non sia corrisposto come risarcimento il valore che a essi spetterebbe per la liquidazione della società nella procedura di liquidazione giudiziale.

¹⁷ Per riferimenti al problema nella letteratura anglossassone v. WARREN, “A Theory Absolute Priority”, 1991 N. Y. Ann. Surv. Am. L. 9, 1991, 13 f.; ROE-SKEEL, “Assessing the Chrysler Bankruptcy”, *Mich. Law Rev.*, 2010, 108, 728 ; FORTGANG- MAYER, “Valuation in Bankruptcy”, 32 *UCLA L. Rev.*, 1985, 1061.

¹⁸ Per ampi riferimenti PÜHL, *op. cit.*, 323 ss.; BENEDETTI, *op. loc. cit.*

Il primo è definito come il valore spettante al socio dopo la liquidazione della società ovvero quello previsto al § 199, S. 2, *InsO*. In altri termini: il valore risultante dalla somma dei prezzi di cessione in sede di liquidazione giudiziale delle singole componenti del patrimonio, detratti i debiti e i costi di liquidazione.

Il secondo è definito come il valore da attribuire alla *Anteil* in considerazione della riorganizzazione alla quale la società viene sottoposta, eventualmente idonea a determinare un riacquisto di valore. In altre termini, si tratta del valore che scaturisce dalla prosecuzione dell'attività sociale, il valore di *going concern*²⁰.

All'interno di ciascuno di questi due macro-criteri si distinguono delle sottocategorie.

Il *Liquidationswert* può essere inteso, a seconda dell'ipotesi ricorrente in concreto, come *Stillegungwert* (valore di scioglimento, di chiusura), consistente nel valore in caso di non continuazione dell'attività (o di scioglimento della società), nel quale si vendono singolarmente i diversi beni aziendali²¹; e in *Rechtsträgerliquidationswert*, consistente in una valutazione che può essere superiore a quella scaturente dall'applicazione del precedente criterio come conseguenza del fatto che è possibile tenere conto indirettamente dei profitti futuri dell'impresa realizzabili in conseguenza della sua prosecuzione da parte di un diverso soggetto giuridico, a seguito della *übertragende Sanierung* (cessione d'azienda). Analogamente si individuano sotto-categorie anche all'interno del *genus* del *Fortführungswert*²².

4. *Carattere non dirimente dell'esistenza dell'insolvenza per determinare il valore delle partecipazioni dei vecchi azionisti.*

¹⁹ FORTGANG-MAYER, *op. cit.*, 1063 ss. La dottrina afferma che, applicando questo criterio, non si perviene automaticamente a un valore positivo dell'azione, ma si presuppone comunque che, grazie alla *Reorganisation*, il patrimonio superi i debiti: SPETZLER, "Insolvenzrechtreform und Bankenreorganisation", *KTS*, 2010, 446 e VERSE, "Anteilseigner und Insolvenzverfahren", *ZGR*, 2010, 311. Per completi riferimenti alla dottrina tedesca v. GRÄFIN VON SPEE, *op. cit.*, 120 ss. e 158 ss., dove si indicano come argomenti dirimenti a favore dell'adozione del primo criterio il raffronto con il § 225, *Abs.* 5, S. 1, *InsO* (che si riferisce proprio al valore di liquidazione) e la volontà del legislatore; KLEINDIEK, "Debt- Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren", in *FS Hommelhoff* (Köln, 2012), 558; e da ultimo PÜHL, *op. cit.*, 322 ss.

²⁰ Ampi riferimenti alla distinzione fra i possibili criteri di valutazione del valore dell'impresa in crisi si rinvengono, oltre alla letteratura tedesca già citata, anche in TOLLENAAR, *op. cit.*, § 3.1. ss. e in CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 2 ss.; WESTBROOK, "The Control of Wealth in Bankruptcy" (2004) *Texas Law Rev.*, 2004, 82(4), 795. In ognuna delle opere menzionate sono reperibili ulteriori riferimenti.

²¹ Valore reso particolarmente basso dalla vendita dei singoli *assets* e dai costi di liquidazione: MADAU, *Der Insolvenzplan*, (Tübingen, 2011), 440 nt. 17.

²² PÜHL, *op. cit.*, 325.

Nell'affrontare il problema in esame, si afferma in modo ricorrente che le azioni dei vecchi soci non incorporerebbero più valore se la società è insolvente²³.

Occorre però precisare che laddove la considerazione ricorre nella letteratura tedesca, essa è accompagnata dall'espressione "in der Regel"²⁴; il che sembra indicare come l'esistenza dell'insolvenza non sia da considerare un criterio dirimente, in ogni caso e di per sé, per accertare la mancanza di valore delle partecipazioni sociali, quanto un criterio che potremmo definire di "massima".

*L'insolvenza infatti è un fenomeno finanziario, non patrimoniale, sicché possono ben darsi casi in cui il patrimonio del debitore insolvente può essere liquidato con soddisfazione integrale di tutti i creditori e permane un residuo attivo, la cui destinazione andrebbe allocata a favore dei soci, in quanto aventi diritto di ricevere tutto ciò che rimane una volta che siano stati pagati i creditori*²⁵.

*Il criterio appropriato per verificare se l'impresa sociale incorpori ancora un valore di cui i soci possano essere espropriati sarebbe, invece, quello volto a verificare che il debitore possa pagare tutti i suoi debiti*²⁶.

²³ È la scelta originariamente compiuta dal disegno di legge Rordorf, che all'art. 6.1, lett b) ammetteva, prima della sua approvazione alla Camera nel febbraio 2017, le domande concorrenti dei creditori solo in caso di insolvenza perché in tal caso l'impresa veniva ritenuta priva di valore, motivo per cui il successo dell'iniziativa dei creditori non avrebbe comportato l'esproprio dell'imprenditore. V. nt. successiva.

²⁴ PÜHL, *op. cit.*, 333.

²⁵ Può accadere, pertanto, che il debitore sia insolvente, e ciò nonostante l'iniziativa del terzo risulti egualmente "espropriativa": FERRI jr, *op. cit.*, 479 ("valore netto (positivo) del patrimonio della società (che, per quanto insolvente, ben potrebbe risultare tuttora capiente"); GALLETTI, "Le proposte concorrenti nel concordato preventivo", *ifallimentarista.it*, 15 settembre 2015, 4 ss. (anche se con riferimento alla legittimità delle proposte concorrenti dei creditori); BOZZA, "Le proposte e le offerte concorrenti", *fallimentiesocieta.it*, 2015, 8; VITIELLO, "Le proposte concorrenti nel concordato preventivo: le possibili soluzioni alle primissime questioni interpretative", *ifallimentarista.it*, 4 dicembre 2015. Sostengono, invece, che l'impresa insolvente sia priva di valore - per cui in tal caso sarebbe legittimo un esproprio dei soci privo di indennizzo, per quanto detto nel testo - FABIANI, "L'ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgie e incerte contaminazioni ideologiche", *ilcaso.it*, 8 che ritiene di dover distinguere le ipotesi in cui non sussista l'insolvenza ma lo stato di crisi; e probabilmente anche PANZANI, "Introduzione", in Ambrosini (a cura di), *Il diritto della crisi d'impresa dopo la riforma del 2015*, in corso di pubblicazione, 12. Nel senso del testo v. anche CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 1 ss. i quali, per l'ordinamento inglese, distinguono l'ipotesi nella quale l'impresa sia *economic distressed* e quella nella quale essa sia, invece, solo *financially distressed* ossia "it is cash-flow insolvent, which means simply that it is unable to pay its debts as they arise" (quindi in una situazione analoga all'insolvenza come definita dall'art. 5 l.fall.). Proprio in quest'ultimo caso i due autori affermano la necessità di valutare l'impresa in base al *going concern value*, che normalmente implica la permanenza di valore incorporato nelle partecipazioni dei vecchi soci.

²⁶ GALLETTI, *op. cit.*, 4 ss.; in senso analogo v. anche la dottrina francese cit. sopra: VERMEILLE, nt. 14, secondo la quale quando l'indebitamento dell'impresa è superiore al valore dell'impresa "la valeur réelle de l'action est déjà réduite à «néant»". L'autrice però è particolarmente critica con la scelta del legislatore francese che ammette l'evizione delle partecipazioni sociali sulla base del semplice presupposto (del *redressement*) della cessazione dei pagamenti, allorché un'impresa potrebbe essere ancora "solvable" e dunque le sue partecipazioni dotate di valore da indennizzare. V. anche PÜHL, *op. cit.*, 337 ss. sulla scorta di quanto afferma la relazione all'ESUG (Reg-ESUG, bt-Drs, 17/5712, 32).

Conclusione condivisa anche dalla dottrina specialistica tedesca, la quale afferma innanzitutto che per accertare la *Wertlosigkeit* delle partecipazioni occorra far riferimento alla regola generale di antergazione (*Vorrangregel*) dei creditori rispetto ai soci: se il patrimonio non è sufficiente al completo soddisfacimento dei creditori, le partecipazioni sono perciò prive di valore²⁷.

Ne consegue che le partecipazioni sarebbero da considerare prive di valore, allorché sussista l'*Überschuldung* ai sensi del § 19 InsO²⁸.

In definitiva, la tesi che apre maggiormente condivisibile è quella secondo la quale la valutazione delle partecipazioni alla società in crisi dipende essenzialmente dal se il patrimonio sociale esistente sia o meno sufficiente a soddisfare integralmente i creditori: se questo non è possibile, il valore delle partecipazioni è nullo²⁹. Ciò dipende, in definitiva, dalla diffusa quanto risalente concezione delle partecipazioni sociali come beni di secondo grado³⁰.

5. Segue.

Le superiori considerazioni, tuttavia, non risolvono il problema in esame, in quanto il patrimonio del debitore potrebbe risultare di valore non sufficiente al soddisfacimento integrale dei debiti qualora si valuti l'impresa in una prospettiva che privilegia lo scenario

²⁷ Oltre che dalla dottrina già citata, che l'insolvenza non costituisca parametro affatto adeguato a consentire la presenza di valore incorporato nelle partecipazioni dei vecchi soci emerge anche dalla riflessione di Crystal-Mokal, i quali affermano che "the troubled company might only be in *financial distress*. This is another way of saying that it is cash-flow insolvent, which means simply that it is unable to pay its debts as they arise...these assets are illiquid, and the company's capital structure is such that it faces liabilities it is unable to meet, at least as and when they become due" (si noti che la ricostruzione dell'insolvenza dei due autori è identica alla definizione di insolvenza dell'art. 5 l.fall.). I due autori concludono però che "A business which is merely financially distressed (i.e. one whose assets are more valuable if kept together as a functioning unit than they would be if sold off piecemeal) is said to have a going concern surplus".

²⁸ BRAUN-HEINRICH, *NZI*, 2011, 507; BÜCHELE, 106 e 108.

²⁹ Per gli autori tedeschi che condividono tale tesi si rimanda alle cit. di PÜHL, 337, nt. 1646. In tal senso v. anche la motivazione del *RegE-ESUG*, Bt-Drs. 17/5712, 32.

Quanto si afferma nel testo è la conseguenza del fatto che anche nell'ambito della ristrutturazione trova applicazione al regola originaria dell'ordinamento USA e in particolare del *Chapter 11*, ma ormai importata sia negli ordinamenti statali europei, sia nell'ordinamento UE dell'*absolute priority rule*. Sulla regola v. Tollenaar, per quanto concerne al direttiva Ue sull'insolvenza; Crystal-Mokal, per l'ordinamento UK; VATTERMOLI, *op. cit.*, 11 ss. per l'ordinamento italiano. Qui, si badi bene, non ci si occupa della discussa questione se il rispetto dalla regola costituisca un vincolo imperativo al contenuto del piano di ristrutturazione, ma ci si limita a constatare che essa va osservata di principio ove non derogata.

³⁰ Risalente, come noto, ad ASCARELLI, "Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e di società fra società", *BBTC*, 1952, I, 385 ss.; ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato della società per azioni* (Torino, 1991), 102; Cass. 20 febbraio 2004, n. 3370; ma in senso contrario FERRI jr, "Le società", in *Trattato vassalli* (Torino, 1987), 490.

della sua liquidazione (magari distinguendo, come fa la dottrina tedesca, la liquidazione dell'impresa come complesso organizzato o solo quella del soggetto giuridico che l'ha esercitata fino al sopraggiungere della crisi), ma non se, al contrario, si privilegia lo scenario della prosecuzione dell'impresa. In tale seconda ipotesi, infatti, il *going concern* potrebbe generare flussi in entrata che consentono di soddisfare i creditori (nella misura prevista nel piano di ristrutturazione) e di accumulare un plusvalore spettante anche ai soci (che è dunque da considerare incorporato nelle loro partecipazioni)³¹.

Tant'è che è rappresentata nella letteratura tedesca l'opinione secondo la quale si può continuare ad attribuire un valore alla partecipazione sociale anche a una società insolvente o comunque in situazione di *Überschuldung*: esse devono considerarsi prive di valore solo nella prospettiva della liquidazione giudiziale (*Zerschlagungsprognose*) non però nella prospettiva della ristrutturazione (*Reorganisationsprognose*)³².

La dottrina tedesca, oltre e a rilevare la duplice opzione appena descritta, sottolinea come una soluzione alla questione problematica non si trova esplicitamente nella legge, la quale nelle disposizioni dei §§ 245, 251 e 253 *InsO* si limita a prescrivere che i soci non possano essere trattati nell'*Insolvenzplan* peggio di come lo sarebbero in sua mancanza, senza però specificare quale sia esattamente questo *Vergleichsszenario*.

Il problema essenziale è allora proprio quello di individuare come quest'ultimo debba essere inteso. Soltanto una volta determinato ciò e, di conseguenza, il parametro in base al quale valutare la società sarà possibile applicare i due criteri menzionati al paragrafo precedente – verificando se il valore stimato sia sufficiente a soddisfare i creditori, con preferenza rispetto ai soci – a stabilire se le partecipazioni sociali incorporino ancora un valore residuo.

Indubbiamente al riguardo l'opinione dominante è orientata a privilegiare il *Liquidationswert*, ma sulla base di indicazioni tratte dal dato positivo tedesco che non appaiono dotate di un particolare rilievo sistematico e che, comunque, sebbene siano accettabili se considerate nel contesto dell'ordinamento tedesco, non sono sufficienti a giustificare una trasposizione della medesima soluzione in altri ordinamento in un'ottica comparatistica.

³¹ La differenza fra le due opzioni è ben rappresentata da Crystal-Mokal, passim.

³² BRÜNIG, 220 nt. 894; SCHMIDT, "Gutachten zum 54", *DJT*, 1982, S. D 83; NEUMANN, 421; LÜER, UHLENBRUCK, § 217 Rn. 18: anche in caso di insolvenza o di sovraindebitamento non è detto che la partecipazione sia priva di valore almeno ove l'impresa sia risanabile e debba quindi essere valutata nella prospettiva del *going concern*.

A favore dell'utilizzo del criterio di valutazione da ultimo menzionato si adduce, in particolare, la motivazione della relazione di accompagnamento all'*ESUG*, che, riferendosi al § 251 *InsO*, afferma come a tutela della minoranza si debba garantire che "i soci non devono essere privati del *Liquidationswert* della loro partecipazione e che costoro non devono essere sottoposti dal piano a un trattamento peggiore di quello che avrebbero in sua assenza"³³. E a ciò si aggiunge, ancora, il riferimento al *Gesetzbeurkundung* della *ReG-ESUG*³⁴, ove si legge che nella procedura di insolvenza di regola emerge l'assenza di valore delle partecipazioni sociali. Tale indicazione rimanderebbe evidentemente al confronto con lo scenario *liquidatorio* per la valutazione delle partecipazioni sociali alla società in crisi.

6. La soluzione prospettabile per l'ordinamento italiano.

Così ricostruito il dibattito in merito alla valutazione delle partecipazioni dei vecchi soci sviluppatosi nella letteratura tedesca, è possibile verificare se i criteri ivi rintracciabili possano essere ripresi per la soluzione della medesima questione problematica anche nel nostro ordinamento, applicando l'insegnamento secondo il quale fra le funzioni del diritto comparato deve essere annoverata anche quella di "*strumento per l'interpretazione e la ricostruzione del diritto interno, specialmente in relazione agli istituti trapiantati da altri sistemi*"³⁵, quali possono essere considerati quelli oggi recepiti negli artt. 163, comma 5 e 185, comma 6, l.fall.

Al riguardo, sembra a chi scrive che l'elaborazione della dottrina tedesca possa essere ripresa solo come "cornice (framework) di riflessione", utile a orientare l'interprete nell'affrontare il problema in esame, ma non tale da fornire una soluzione preconstituita a causa - come già rilevato - del fatto che, a dispetto dell'ampio approfondimento teorico, la risposta alla quale perviene la tesi dominante in Germania è per lo più basata sulla

³³ *RegE-ESUG*, BT-Drs. 17/5712, 34.

³⁴ *RegE ESUG*, Br-Drs., 127/11, 45.

³⁵ PORTALE, "Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero", in Di Cataldo-Meli-Pennisi (a cura di), *Impresa e mercato: studi dedicati a Mario Libertini* (Milano, 2015), I, 546; MONTALENTI, "L'influenza del diritto europeo sul diritto societario italiano", *paper* di presentazione del VII convegno dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, 10 luglio 2015, 6 ss.; CARIELLO, "Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative. Per una *Methodenlehre* unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società", *RDS*, 2012, 260 ss.

volontà del legislatore storico³⁶ ossia su argomenti non utilizzabili per il nostro ordinamento.

Preliminarmente, è tuttavia necessario - come peraltro già fatto anche in relazione all'ordinamento tedesco - individuare gli ambiti nei quali la valutazione dell'impresa in crisi e, se questa ha forma societaria, delle partecipazioni alla stessa, è destinata ad assumere rilievo.

Così come avviene nell'ambito della disciplina dell'*InsO* novellato dall'*ESUG*, anche nell'ordinamento italiano il problema di natura proprietaria in esame è il portato della inclusione delle partecipazioni sociali fra i beni che possono essere oggetto della procedura di ristrutturazione della società e, dunque, in ultima istanza, della nuova posizione dei soci nelle procedure concorsuali, nelle quali essi possono subire addirittura l'evizione delle partecipazioni stesse.

Più specificamente - e ancora in perfetto parallelo con quanto rilevato per la Germania - la valorizzazione delle partecipazioni sociali rileva sia in relazione alla possibilità per i soci di esperire con successo gli strumenti di tutela loro accordati nella procedura d'insolvenza - ragione per cui la questione assume un'importanza centrale affinché tramite quei rimedi non si realizzi una surrettizia reintroduzione del loro potere di veto rispetto all'attuazione di una soluzione concordata della crisi-; sia ancora per verificare la compatibilità fra il nuovo frammento della disciplina concorsuale e la tutela della proprietà - nel nostro caso azionaria - accordata dall'art. 41 Cost.³⁷.

Nel nostro ordinamento il problema della tutela dell'interesse partecipativo dei soci, ovvero dell'interesse a conservare intatta la loro partecipazione sociale a fronte di un piano che, invece, può disporre delle stesse, va risolto valorizzando il principio secondo il quale il giudice può omologare il concordato, di cui sia stata contestata la convenienza, qualora ritenga che il credito possa essere soddisfatto in misura non inferiore alle alternative concretamente praticabili (art. 180, comma 4, l.fall.; e anche art. 182 *septies*, comma 4, lett. c), l.fall. per l'omologazione degli accordi di ristrutturazione con gli

³⁶ GRÄFIN VON SPEE, *op. cit.*, 120 ss. e 158 ss., dove si indicano come argomenti dirimenti a favore dell'adozione del primo criterio il raffronto con il § 225, Abs. 5, S. 1, *InsO* (che si riferisce proprio al valore di liquidazione) e la volontà del legislatore; KLEINDIEK, "Debt- Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren", in *FS Hommelhoff* (Köln, 2012), 558; e da ultimo PÜHL, *op. cit.*, 322 ss.

³⁷ Si traslascia nel presente saggio l'esame della compatibilità della nuova disciplina della posizione dei soci nel concordato con le norme costituzionali e con le norme europee a tutela della proprietà, rimandando a quanto già scritto in argomento in Benedetti.

intermediari finanziari). Tale criterio di decisione è riferito solo al trattamento dei creditori (“credito”) probabilmente perché fino alle più recenti riforme i soci erano del tutto trascurati dalla normativa concorsuale. Ma nel momento in cui la loro partecipazione sociale diviene disponibile nell’ambito della ristrutturazione, quel criterio potrebbe essere applicato estensivamente anche a essi³⁸.

Così come in Germania viene estesa al socio la legittimazione a proporre opposizione all’approvazione dell’*Insolvenzplan* e a impugnare il provvedimento giudiziale che disponga in tal senso (§§ 251 e 253 *InsO*)³⁹, nel nostro ordinamento si dovrebbe accordare al medesimo soggetto una forma di tutela analoga. Soluzione che può essere agevolmente fondata, pur in mancanza di una specifica prescrizione in proposito, sull’art. 180, comma 2, l.fall., ove si legittima a proporre opposizione all’omologazione “qualsiasi interessato”: in questa categoria residuale sono oggi certamente annoverabili anche i soci⁴⁰, in quanto costoro possono patire gli effetti determinati dal concordato omologato ai sensi del combinato disposto degli artt. 163, comma 5 e 185, comma 6, l.fall.

Del resto un’indicazione decisiva nel senso di estendere l’applicazione dell’art. 180, comma 4, l.fall. anche ai soci sulle cui partecipazioni vadano a incidere i provvedimenti del piano di ristrutturazione proviene dalla proposta di direttiva UE sull’insolvenza e dal dibattito che si è sviluppato sulle previsioni ivi contenute.

³⁸ Una conferma può trarsi, del resto, dalla disciplina del *bail-in* bancario, la cui disciplina comprende il principio secondo il quale nessun creditore o *azionista* deve sostenere perdite maggiori di quelle che avrebbe subito se l’ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza (art. 87, d.lgs 180/2015) (per la trasponibilità del principio previsto per il *bail-in* nel concordato preventivo in relazione ai soci v. PRESTI, “Il *bail-in*”, *Banca, impresa, società*, 2015, 345 nt. 15 e 348 nt. 22, dove si propone una assimilazione della procedura per la risoluzione delle crisi bancarie a un concordato preventivo coatto in continuità aziendale (346 ss.)).

³⁹ Ma v. anche l’art. L661-1, n. 6 *bis*, *c.comm.* francese.

⁴⁰ Prima delle novità introdotte in merito alla capacità del concordato omologato di incidere sulla partecipazione dei soci era incerto se questi fossero legittimati all’opposizione: per orientamenti contrastanti v., in senso contrario, Trib. Bologna, 17 novembre 2011, su *ilcaso.it*; in senso favorevole, Trib. Roma, 7 luglio 1999, *Fallimento*, 1999, 12. Probabilmente, anche in base alle pronunce della Corte di Cassazione (6 novembre 2013, 24970; 26 luglio 2013, 13284, entrambe su *dejure.it*), prima del d.l. 83/2015 la legittimazione dei soci avrebbe dovuto essere esclusa, condividendo l’assunto dell’estraneità dei soci rispetto agli effetti delle procedure concorsuali. Ammettendo invece – come è oggi necessario a seguito delle novità del d.l. 83/2015 – che il concordato incide anche sulla posizione dei soci, diventa inevitabile considerarli come “qualunque interessato” legittimato attivo all’opposizione all’omologazione (e v. in tal senso chiaramente G. FERRI *jr* (*supra*, n. 4), 104). A favore della soluzione proposta nel testo D’ATTORRE, *op. cit.*, 1164; FABIANI, “Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi d’impresa”, *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 21 nt. 29; *contra* BOZZA, *op. cit.*, 7 nt. 11.

Nella proposta si riconosce pacificamente che il *best interest test* si applica ai fini dell'omologazione del piano di ristrutturazione tanto ai creditori quanto ai soci della società in crisi (v. considerando n. 30, cit.)⁴¹.

Tale principio è recepito anche nel nostro ordinamento, all'art. 180, comma 4, l.fall., sebbene con alcune differenze applicative rispetto all'ordinamento modello USA⁴².

Tale *fainess test* sottende l'idea che non ha alcun senso rigettare un piano che preveda il pagamento ai soggetti dissenzienti coinvolti di un ammontare almeno pari a quello al quale costoro avrebbero diritto senza il piano, ovvero nella procedura di liquidazione giudiziale.

Appare chiaro che tale *ratio* possa essere trasposta ai soci, anche in un ordinamento come il nostro nel quale siffatta regola di comparazione non è - a differenza di quanto previsto in altri ordinamenti appena sopra menzionati - espressamente estesa a costoro, ma limitata soltanto ai creditori, soprattutto se si considera l'obiettivo fondamentale perseguito rispetto ai soci dalla novella del d.l. 83 del 2015 di consentire l'adozione di ristrutturazioni che incidano sulle partecipazioni dei soci senza il loro consenso, nella prospettiva ultima di favorire l'implementazione di strumenti di soluzione della crisi diversi dalla liquidazione⁴³.

Naturalmente, qualora siano i soci a proporre l'opposizione all'omologazione, il tribunale dovrà compiere un giudizio differente da quello al quale è tenuto nel caso in cui il rimedio venga esperito dai creditori. In quest'ultima evenienza il giudice, oltre alle verifiche sulla regolarità della procedura, può sindacare il merito della proposta nell'ipotesi prevista dall'art. 180, comma 4, l.fall., che però è dettato per l'opposizione non dei soci, ma dei creditori e riguarda, perciò, una valutazione comparativa fra il soddisfacimento delle loro pretese nel concordato rispetto a quello conseguibile nelle alternative concretamente praticabili. Una valutazione del genere non interessa ai soci, per cui occorre ripensare la funzione del tribunale in sede di giudizio di opposizione proposto

⁴¹ V. anche il § 1129 (a) (7) b.c. USA e ancor prima v. s. 5103A del b.c. del 1874 e HICKS, "Foxes Guarding the Henhouse: The Modern Best Interests of Creditors Test in Chapter 11 Reorganizations", 5 *Nev. L. J.* 820, 2005, 822 et seq.; TABB, "The History of Bankruptcy Laws in the United States", *Bankr. Inst. L. Rev.* 10, 1995, 21. Nello stesso senso molto chiaro il rapporto dell'*European corporate institute*, 322 ss. Per la Germania v. il § 245 *InsO*.

⁴² Per il recepimento nell'art. 180, comma 4, l.fall. vigente del *best interest test* modellato sul principio della reorganization USA v. VATTERMOLI, *op. cit.*, 20 ss., ove una chiara indicazione però anche delle differenze al riguardo fra i due ordinamenti.

⁴³ V. report del parlamento UE sulla proposta di direttiva sull'insolvenza.

da costoro: il giudice dovrebbe verificare se la partecipazione sottenda ancora un valore al momento dell'apertura del concordato e se tale procedura ponga i soci in posizione peggiore di quella che avrebbero nelle soluzioni della crisi alternative concretamente praticabili, ovvero se il concordato consenta loro di conservare l'eventuale valore positivo dell'impresa in misura non inferiore rispetto alle alternative praticabili⁴⁴⁻⁴⁵.

Nell'effettuare tale comparazione – ossia nel verificare se le alternative concretamente praticabili consentano ai soci di conservare il valore insito nell'impresa in misura maggiore rispetto al concordato – il tribunale sembra comunque tenuto a considerare anche se le soluzioni diverse dal concordato assicurino ai creditori una soddisfazione di importo almeno pari rispetto a quella garantita da quest'ultimo, dato che l'interesse dei creditori dovrebbe comunque essere considerato preminente in situazione di crisi⁴⁶.

⁴⁴ SACCHI, "Le operazioni straordinarie nel concordato preventivo", in Arato- Domenichini (a cura di), *Le proposte di legge per una riforma della legge fallimentare* (Milano, 2017), 43, il quale, dato il diverso tipo di giudizio al quale il tribunale è chiamato in caso di opposizione proposta dai soci rispetto a quella proposta dai creditori, auspica l'introduzione *de jure condendo* di una disciplina specifica per l'opposizione dei soci; e già FERRI jr, *op. cit.*, 488, prima della riforma del 2015, il quale distingue chiaramente la portata del potere di opporsi all'omologa proprio dei soci rispetto a quello dei creditori dissenzienti e rileva che i soci "devono...ritenersi legittimati a investire il tribunale del potere di valutare anche nel merito la proposta, limitatamente alla sussistenza di un valore netto positivo che, in caso di liquidazione, sarebbe loro spettato"; conf. sembrano anche D'ATTORRE, *op. cit.*, 1171; VITALI, *op. cit.*, 870 ss. La possibilità di ricorrere solo agli strumenti di tutela propri della disciplina concorsuale e dei creditori è stato anche l'obiettivo perseguito dall'ESUG (v. sopra).

⁴⁵ VITALI, *op. cit.*, 870 ss., suggerisce, come ulteriore possibile strumento di tutela dei soci, l'estensione del giudizio di ammissibilità da parte del tribunale *ex artt.* 162-163 l.fall. Non sembra che la tesi differisca molto da quella che sposta la tutela dei soci in sede di omologazione, almeno se si accoglie l'opinione delle SS.UU. della Cassazione secondo le quali lo scrutinio riservato al giudice in entrambe le fasi è analogo (Cass., SS.UU., 23 gennaio 2013, n. 1521, *ilcaso.it*). La soluzione suggerita appare conformarsi perfettamente – tanto da costituire un utile base di lavoro per il legislatore delegato – alla previsione dell'art. 6.2, lett. b) della legge delega 155/2017, dove, a fronte della previsione di un meccanismo di esecuzione coattiva del concordato omologato analogo a quello introdotto nell'art. 185, comma 6, l.fall., si impone la previsione di "adeguati strumenti... di tutela, *in sede concorsuale*, dei soci".

⁴⁶ Quanto si afferma nel testo traspare in particolare nelle indagini dedicate ai doveri degli amministratori di una società in crisi: MIOLA, "Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali", *Riv. soc.*, 2005, 1290; MAZZONI, "Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo", in Balzarini-Carcano-Ventoruzzo (a cura di), *La società per azioni oggi: tradizione attualità e prospettive* (Milano, 2016), 524 ss.; ABRIANI, "La crisi dell'organizzazione societaria fra riforma delle società di capitali e riforma delle procedure concorsuali", *Fallimento*, 2010, 397 ss.; FABIANI, "Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa", *Riv. soc.*, 2015, 298. V. altresì, FERRI jr, *op. cit.*, 105; SACCHI, *op. cit.*, 45; VATTERMOLI, "Concordato con continuità aziendale, «Absolute Priority Rule e New value Exception»", *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 340 ss.; PATTI, "Il miglior soddisfacimento dei creditori: una clausola generale per il concordato preventivo?", *Fallimento*, 2013, 1099 ss. ove si afferma che il miglior soddisfacimento dei creditori viene individuato come una delle componenti fondamentali della causa concreta del concordato in Cass., SS.UU., 23 gennaio 2013, n.1521, cit.; Trib. Prato, 7 ottobre 2015, *ilcaso.it*, il quale ha ritenuto ammissibile la deroga al divieto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione (inteso in senso rigoroso: puoi pagare il creditore di rango successivo solo se hai pagato integralmente quello avente rango poziore) se ciò renda possibile realizzare il principio,

D'altro canto, la legittimazione all'opposizione dei soci sembra poter essere scissa da qualunque soglia di possesso azionario (analoga alla soglia del 20% richiesta dall'art. 180, comma 4, l.fall.), che avrebbe poco senso a fronte della necessità di tutelare un interesse individuale del singolo socio⁴⁷.

Appaiono, altresì, esperibili a tutela dei soci i mezzi di impugnazione del decreto di omologa (reclamo in appello e ricorso in Cassazione⁴⁸) che, oltre a essere coerenti con l'attuale sistema concorsuale e con quello venturo (essendo già utilizzabili dai creditori e sussumibili nella generica previsione in materia contenuta nella legge delega 155/2017), riproducono nel nostro ordinamento forme di protezione accordate ai soci sia in Francia che in Germania (v. sopra).

Se si condivide quanto appena rilevato, risulta chiaro che anche nel nostro ordinamento si pone, in relazione alla tutela dei soci, una regola di confronto analoga a quella prevista dall'*Inso* (§§ 245, 251, 253), che pone, come in Germania, il problema – dalla cui soluzione dipende la valutazione delle partecipazioni sociali – di quale sia lo scenario alternativo a quello del piano contestato da prendere in considerazione quanto al trattamento dei soci.

Al riguardo, nella nostra letteratura si afferma in modo pressoché unanime come, nel valutare le “alternative concretamente praticabili” menzionate dall'art. 180, comma 4, l.fall., il tribunale debba confrontare la soluzione concordataria con quella fallimentare⁴⁹;

ritenuto prevalente in ambito concordatario, del miglior soddisfacimento possibile dei creditori, ossia quando il pagamento di crediti di rango inferiore comporti una soddisfazione per gli altri creditori migliore di quella ricavabile in caso di osservanza del divieto *ex art. 160, comma 2, l.fall.*

⁴⁷ Irrilevante appare anche l'ulteriore pre-requisito di cui all'art. 180, comma 4, l.fall. (appartenenza a una classe dissenziente), dato che i soci non sono ammessi a votare sulla proposta. Così SACCHI, *op. cit.*, 44.

⁴⁸ Sui quali da ultimo ARATO, “Il concordato preventivo”, in Cagnasso- Panzani (diretto da), *Crisi d'impresa e procedure concorsuali* (Torino, 2016), 3712 ss.

⁴⁹ L'interpretazione accolta in Germania e in Francia in merito al presupposto per l'attivazione della tutela dei soci è trasponibile anche nel nostro ordinamento, perché identico è il problema che si affronta e analoghe sono le discipline relative alle procedure concordate nei diversi sistemi giuridici. Per l'interpretazione accolta nel testo del criterio delle “alternative concretamente praticabili”, v. S. AMBROSINI (*supra*, n. 63), 246 ss.; G.G. PIRISI, “L'omologazione del concordato”, in Cagnasso- Panzani (diretto da), *Crisi d'impresa e procedure concorsuali* (Torino, 2016), 3707; RIVOLTA-PAJARDI, “Art. 180 l.fall.”, in Bocchiola-Paluchowski (a cura di), *Codice del fallimento* (Milano, 2013), 2011; ZANICHELLI, *I concordati giudiziali* (Torino, 2010), I, 477 ss.; CENSONI, “Autonomia negoziale e controllo giudiziale nel concordato preventivo”, in di Marzio-Macario (a cura di), *Autonomia negoziale e crisi d'impresa* (Milano, 2010), 519; MAUGERI, *op. cit.*, 400. A favore del criterio suggerito nel testo v. ora, in giurisprudenza Trib. Firenze, 2 novembre 2016, *Fallimento*, 2017, 313 ss. con nota adesiva di D'ATTORRE, “Le utilità conseguite con l'esecuzione del concordato in continuità spettano solo ai creditori o anche al debitore?”, *Fallimento*, 2017, 324 ss., (ove ulteriori approfondimenti), il quale afferma che la proposta di concordato deve assicurare “la «migliore» soddisfazione ai creditori rispetto alla liquidazione, non la massima soddisfazione astrattamente possibile” e ove il richiamo della previsione della proposta di direttiva UE sull'insolvenza che, all'art. 10, vincola l'approvazione del piano di ristrutturazione al “best interest of creditors test” ossia all'attribuzione di una soddisfazione non inferiore a quella ricavabile in sede di liquidazione.

dunque si perviene a una conclusione esattamente identica a quella adottata dalla dottrina tedesca maggioritaria.

Teoricamente e soprattutto dopo il d.l. 83/2015, che ammette le proposte concorrenti, la valutazione comparativa potrebbe tener conto anche di queste ultime, oltre che del fallimento, ossia di una soluzione della crisi diversa sia da quella liquidatoria, sia da quella concordata contestata, nell'ambito della quale si potrebbe prospettare l'esistenza di un valore delle partecipazioni superiore a quello di liquidazione di cui i soci non potrebbero essere espropriati. Tuttavia, una simile interpretazione dell'art. 180, comma 4, l.fall. è da rifiutare soprattutto perché esso parla di alternative *concretamente* praticabili e tali non sarebbero quei piani concordatari che o non sono stati formulati o non sono stati approvati dai creditori.

Del resto si è correttamente rilevato che “la libertà del debitore di determinare il contenuto della proposta non consente di valutare il merito della scelta compiuta dal debitore e non permette di affermare l'inammissibilità di una soluzione concordataria che, pur rispettosa dei vincoli imperativi, non attribuisca ai creditori la massima soddisfazione astrattamente possibile; la proposta deve assicurare la “migliore” soddisfazione ai creditori rispetto alla liquidazione, non la massima soddisfazione astrattamente prospettabile”⁵⁰. Insomma: se il tribunale potesse considerare soluzioni della crisi alternative a quella proposta dal debitore e approvata dai creditori, ma contestata dai soci, si ingerirebbe nel merito della soluzione negoziale della crisi, costituente un ambito al quale il controllo del tribunale deve rimanere estraneo.

Dunque, l'unica alternativa che residua per la regolazione della crisi, scartata la procedura concordataria che per ipotesi i soci contestano in sede di opposizione all'omologazione, è il fallimento, perché eventuali proposte alternative a quella della cui omologa si tratta o non sono state presentate o sono state respinte⁵¹.

I dubbi che potevano – seppur irragionevolmente ad avviso di chi scrive – prospettarsi rispetto all'interpretazione del vigente art. 180, comma 4, l.fall., paiono, peraltro, destinati a essere del tutto fugati dalla riformulazione dell'articolo compiuta nella bozza del nuovo codice della crisi e dell'insolvenza adottato in attuazione della legge delega 155 del 2017, ove si specifica, all'art. 117,

⁵⁰ D'ATTORRE, *Le utilità*, cit., 324 ss., con riferimento ai creditori ma con considerazione trasponibile anche ai soci ove si ritenga, come si fa nel testo, di estendere a essi la clausola di salvaguardia prevista dal comma 4 dell'art. 180.

⁵¹ ZANICHELLI, *op. loc. cit.* e MAUGERI, *op. cit.*, 400.

comma 2 in modo inequivoco che lo scenario alternativo del quale il tribunale deve tener conto in caso di opposizione all'omologazione è quello della liquidazione giudiziale.

Del resto anche la disciplina del *bail-in* considera come termine di raffronto del trattamento accordato agli azionisti la procedura ordinaria di insolvenza⁵²: il che costituisce un ulteriore argomento a favore della scelta del criterio del valore di liquidazione nel nostro ordinamento, a differenza che in Germania dove invece i dubbi sulla possibilità di utilizzare il *Fortsführungswert* sono alimentati dal fatto che il § 9, Abs. 2, S. 2, *KredReorgG* assegna ai soci un indennizzo che, secondo la relazione di accompagnamento, deve essere calcolato "se l'impresa è risanabile, nella prospettiva della prosecuzione della stessa [cioè al valore di *going concern*], nonostante l'esistenza dell'*Überschuldung*"⁵³.

La soluzione qui accolta - e ricavabile anche dalla bozza del nuovo codice della crisi e dell'insolvenza - appare coerente anche con le indicazioni che possono essere tratte dalla proposta di direttiva UE sull'insolvenza.

Al riguardo basti ricordare - come già anticipato - che il meccanismo dell'omologazione previsto dal vigente art. 180, comma 4, l.fall. riproduce sostanzialmente il modello del *best interest test*⁵⁴; e che la proposta di direttiva prevede espressamente che l'approvazione da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa del "piano di ristrutturazione" che vincoli anche la minoranza dissenziente è subordinata - tra l'altro - alla verifica del rispetto del "best interest of creditors test", che impone di accertare che nessun creditore dissenziente riceva dal piano un soddisfacimento inferiore a quello che avrebbe avuto nel caso di liquidazione (sia atomistica, sia attraverso la vendita unitaria

⁵² L'utilizzo di tale criterio di valutazione appare idoneo a superare una possibile complicazione derivante dal sempre più esasperato tentativo, da parte del legislatore, di anticipare l'emersione della crisi, il quale rende più probabile la conservazione, al momento dell'apertura della procedura, di un valore residuo delle partecipazioni sociali: BENAZZO, "Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale", *Riv. soc.*, 2016, 241 ss., il quale rileva che l'esasperato perseguimento dell'anticipazione della crisi determina anche come conseguenza che la "traslazione espropriativa di interessi e di diritti a favore [dei] ... i creditori sociali potrebbe avere luogo anche ben prima di una effettiva e obiettiva manifestazione di incapacità e di insuccesso della proprietà che ha fondato e retto l'impresa". Diverso da quello proposto nel testo appare - se ben si è inteso - il criterio di valutazione delle partecipazioni alla società in crisi proposto da FABIANI, parere *pro veritate*, 15 maggio 2017, inedito, consultato per cortesia dell'autore, il quale, affermando che in caso di concordato in continuità "il c.d. *surplus*...resta nel patrimonio del debitore...per tale ragione non pare potersi condividere che il valore della quota o dell'azione sia necessariamente, dal punto di vista economico, un valore evanescente", sembra propendere per quello che gli autori tedeschi indicano come *Fortführungswert*.

⁵³ *ReG-E KredReorgG*, BT-Drs. 17/3024, 51.

⁵⁴ Lo si afferma chiaramente nel rapporto dell'*European law institute*, 323; implicitamente anche D'ATTORRE, "Le utilità" cit., 324.

dell'azienda) (art. 10). Anche in questo caso, quindi, il termine di comparazione è rappresentato dalla liquidazione⁵⁵.

Ma l'argomento che appare dirimente al riguardo è quello di carattere sistematico che traspare implicitamente anche dalla discussione che ha luogo fra gli autori tedeschi.

La valutazione delle partecipazioni dei vecchi soci condiziona in modo determinante, come precedentemente rilevato, la possibilità di esperire con successo gli strumenti di tutela loro accordati nella procedura di soluzione della crisi e, di conseguenza, la questione assume un'importanza centrale affinché tramite quei rimedi non si realizzi una surrettizia reintroduzione del loro potere di veto rispetto all'attuazione di quella soluzione concordata. Laddove, cioè, i soci possano dimostrare che la loro partecipazione incorpora ancora un valore nonostante la crisi, perché essa deve essere valutata tenendo conto dei risultati della ristrutturazione pianificata e perché l'incremento di valore che ne deriva spetta parzialmente – per la parte che eccede la soddisfazione dei creditori – a costoro, essi potrebbero con successo attivare lo strumento di tutela dell'opposizione all'omologa della soluzione concordataria, precludendone l'efficacia a discapito dell'interesse dei creditori.

Un simile esito è però del tutto contrario all'obiettivo che ispira l'intervento riformatore della legge fallimentare per quanto attiene alla posizione dei soci nel concordato: cancellare (sul modello delle legislazioni continentali straniere e di quella USA) il potere di veto dei soci (derivante loro proprio dalle prerogative di diritto societario sostanziale) rispetto alla realizzazione di soluzioni riorganizzative approvate dai creditori. Se si attribuisse ai soci uno strumento di tutela reale, si reintrodurrebbe surrettiziamente quel potere di veto che, tramite l'intervento coattivo dell'amministratore giudiziario, si è voluto eliminare. Tanto varrebbe, allora, mantenere inalterato il potere esclusivo dei soci di approvare l'aumento di capitale secondo le modalità prescritte dal diritto sostanziale, che si riteneva inderogabile a larga maggioranza prima della novella del 2015⁵⁶.

⁵⁵ Lo rileva anche D'ATTORRE, *op. ult. cit.*, 324.

⁵⁶ L'argomentazione che si utilizza nel testo in relazione al nostro ordinamento trova un appiglio in quanto rilevato in una recentissima monografia dedicata al risanamento dell'impresa (DERKSEN, *op. cit.*, 86). Lì si afferma che la necessità di privilegiare li *Liquidationswert* come criterio di valutazione discende anche dall'esame della funzione dell'istituto dell'*Obstruktionsverbot* ex § 245 *InsO* e della sua estensione anche ai soci a seguito dell'*ESUG*. Se infatti venisse riconosciuto ai vecchi soci esclusi un indennizzo, valutando le loro partecipazioni al *Fortsführungswert*, ciò corrispondere ad un valore economico ai sensi del § 245 *Abs.* 2 n. 2, *InsO*. Poiché, dunque, i vecchi soci riceverebbero un valore economico, nonostante i creditori non siano stati integralmente soddisfatti, non sussisterebbe la "angemessener Beteiligung" ai sensi del § 245, *Abs.* 1, nr. 2, per cui l'*Obstruktionsverbot* non potrebbe trovare applicazione. Ne conseguirebbe una limitazione all'utilizzo

Potenzialmente, dunque, l'utilizzo degli strumenti di tutela apprestati dall'ordinamento sia tedesco che italiano potrebbe generare un nuovo *Blockadepotenzial* dei soci, che però è scongiurato – come accennato – condizionandone l'esperimento vittorioso al presupposto, eccezionale, dell'attribuzione al socio, in base alla previsioni del piano, di una *Schlechterstellung* rispetto a quella di cui godrebbe in mancanza dello stesso⁵⁷.

Ma il presupposto appena menzionato normalmente non sussiste se si valorizza come scenario alternativo al concordato quello della liquidazione giudiziale, così risultando precluso al socio l'utilizzo dello strumento di tutela appena descritto (fermi restando sempre i due assunti di partenza per cui le partecipazioni mantengono un valore solo se residua qualcosa dopo che sono stati soddisfatti i creditori e per cui questi ultimi vanno soddisfatti, di regola, prima di poter accordare qualcosa ai soci).

In base a tali premesse si può allora concludere che gli artt. 163, comma 5 e 185, comma 6, l.fall. disciplinano una fattispecie nella quale è ragionevole presumere l'assenza di qualunque valore spettante ai soci, perché lo stato di crisi – presupposto per l'accesso al concordato nella cui disciplina quelle norme si collocano – legittima la falciatura dei creditori cioè la loro soddisfazione non integrale⁵⁸. E comunque nello scenario alternativo della liquidazione giudiziale – il raffronto con il quale è imposto dal comma 4 dell'art. 180 in sede di opposizione – i creditori devono essere pagati integralmente prima di poter accordare un trattamento economico ai soci. Se i creditori accettano un piano che ne prevede il soddisfacimento parziale, ciò implica che i beni del debitore non sono ritenuti sufficienti a soddisfare integralmente le loro pretese. Per cui, ove i debiti eccedano il valore dei beni liquidabili, il valore delle azioni è pari a zero.

In altri termini: da un punto di vista sistematico, la preferenza per la valutazione delle azioni al valore di liquidazione appare l'unica soluzione coerente con la *ratio* della riforma concorsuale realizzata dalla novella del 2015 per quanto concerne la posizione dei soci nelle procedure concorsuale e, di conseguenza, quella da preferire in base al canone

dell'istituto che ostacolerebbe il fine perseguito dall'*ESUG* di superare il potere di veto dei soci rispetto a ristrutturazioni convenienti per i creditori. Lo stesso argomento si applica al nostro ordinamento.

⁵⁷ MÜLLER, *op. cit.*, 436. Precisa che il criterio di comparazione per l'applicazione del presupposto è il *Liquidationszenario*, GRÄFIN VON SPEE, *op. cit.*, 141; *RegE-ESUG*, BT-Drs., 17/5712, 34; *RegE ESUG*, Br-Drs 127/11 e PÜHL, *op. cit.*, 333 ss.

⁵⁸ V. FABIANI, "L'ipertrofica", cit., 9; VITIELLO, *op. loc. cit.*; D'ATTORRE, "Le proposte" cit., 1164; LAMANNA, "La miniriforma (anche) del diritto concorsuale secondo il decreto «contendibilità e soluzioni finanziarie» n. 83/2015: un primo commento. Parte II", *ilfallimentarista.it*, 11 dicembre 2015. Tant'è che in mancanza dello stato di crisi il ricorso al concordato viene ritenuto abusivo proprio per i sacrifici imposti ai diritti dei creditori non giustificati dell'esistenza di quella situazione (S. ROSSI; ROCCO DI TORREPADULA).

interpretativo del legislatore razionale, per cui per interpretare una norma occorre evitare di creare contrasti assiologici all'interno dell'ordinamento.

7. Possibili obiezioni alla valutazione in base al valore di liquidazione.

Non si può negare che, nonostante quanto appena detto circa gli argomenti che paiono far propendere per l'utilizzo del *Liquidationswert* quale criterio di valutazione delle partecipazioni dei vecchi soci della società in crisi, numerosi sono gli autori che propendono, al contrario, per valutare le partecipazioni sociali incorporandovi il valore che esse ri-acquisterebbero in conseguenza del risanamento⁵⁹.

Tale parametro è stato individuato come quello da utilizzare in relazione alla posizione degli *shareholders* ai fini dell'implementazione dello *scheme of arrangement UK*⁶⁰ da autorevole dottrina, ad avviso della quale quando una società è solo "financial [not economic] distressed" - ossia "it is cash-flow insolvent, which means simply that it is unable to pay its debts as they arise" - essa è contemporaneamente anche "economic viable" e, come tale, va valutata secondo il criterio del *going concern*⁶¹.

Il problema rispetto al quale si impone la valutazione dell'impresa - in base al valore di liquidazione o di *going concern* - è la possibilità "to disregard" i voti di quelle classi di creditori o di soci che "have no real economic interest in the company"⁶².

E il nocciolo del problema consiste nel determinare come stabilire se una classe abbia o meno un interesse economico nella società.

Al riguardo la dottrina inglese qui menzionata ha assunto una posizione contraria a quella assunta da un corte britannica nel recente caso *In re MyTravel Group Plc*⁶³. La corte ha affermato che

⁵⁹ Per la dottrina tedesca, v. sopra. Ma v. anche TOLLENAAR, *op. cit.*, 70, per una riflessione che ha tratti di originalità rispetto a quella svolta dalla restante dottrina; *European law Institute*, 309 ss.; CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 1 ss. e i casi ivi citati.

⁶⁰ Non è una procedura concorsuale, ma un meccanismo disciplinato nella Part 26, section 895-901, C.A. 2006, che consiste in un accordo raggiunto per ristrutturare l'impresa fra la società e una o più classi dei suoi *stockholders*, che necessita di essere approvato dalla Corte.

⁶¹ CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 2 ss.; seguiti per quanto riguarda l'ordinamento UK anche dal report dell'*European law institute*, 304 ss.

⁶² Sulla regola v. CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 13 ss. e la giurisprudenza ivi cit.; report *European law Institute*, 310 ss. E v. TOLLENAAR, *op. cit.*, 69 ad avviso del quale il medesimo test si impone per applicare il *cross-class-cram-down* ai sensi dell'art. 11, comma 1, lett. b) della proposta di direttiva UE ("è stato approvato da almeno una classe di creditori interessati diversa da una classe di detentori di strumenti di capitale o altra classe che, in base a una valutazione dell'impresa, non riceverebbe alcun pagamento o altro corrispettivo se fosse applicato il normale grado di priorità di liquidazione").

- "In order to determine whether a class of claimants has a real economic interest in the company, it must be ascertained what would happen in the absence of sanction being given to the proposed scheme": in pratica, il giudice ha ritenuto di dover valutare l'impresa in base al *liquidation value*, cioè al valore ricavabile nello scenario alternativo a quello della realizzazione della ristrutturazione negoziale;

- "If the rights of the relevant claimants can only realistically be enforced in a winding up, then the value of those rights must be determined as in a notional winding up".

L'opinione della corte è stata contestata dalla dottrina cit., asserendo che per applicare la regola volta a escludere il voto di una classe occorre stabilire se in un determinato momento essa non abbia alcun interesse economico nella società; il che dipende dal valore attuale di quest'ultima. Nel caso in cui si stia esperendo uno *scheme of arrangement*, "the value to be determined is the existing going concern value of the company's business, which, after all, is the value the proposed scheme is intended to both preserve and apportion. Assuming that the alternative to the proposed reorganisation would be a liquidation, it is difficult to see the rationale of determining the rights of any of the parties by assuming the very outcome that the scheme of arrangement is intended to avoid, namely, a liquidation of the business and resulting dissipation of the going concern surplus". In pratica - si afferma - risulterebbe incomprensibile la ragione per la quale il valore della società dovrebbe essere determinato - considerando lo scenario liquidatorio - trascurando la ragion d'essere dello strumento utilizzato, ovvero la ristrutturazione della società che genera un *surplus* di valore rispetto alla liquidazione proprio dovuto al *going concern*⁶⁴.

Ancora, la dottrina ha contestato il secondo assunto della corte, sostenendo che quell'argomento costituisca un'inversione logica del problema trattato: per prima cosa occorre stabilire se una classe "can "enforce their rights" by demanding that they be included in the reorganisation in some appropriate way". Altrimenti detto: "The true value of the rights of a claimant class must be determined *before* it can be decided whether they can only "realistically" enforce these rights in a winding up!... The starting point must

⁶³ Si tratta di una fattispecie proposta come case study da Crystal-Mokal, la pronuncia di primo grado relativa alla quale è stata sostanzialmente confermata, per quanto qui interessa, anche in Corte d'Appello.

⁶⁴ CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 14 ss. Il criterio del going concern value è ampiamente rappresentato anche nella giurisprudenza USA, ove si afferma che "commercial value of property consists in the expectation of income from it" (v. la giurisprudenza cit. da CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 14 ntt. 55-56 e report *European law Institute*, 310).

be the actual current value of the company, which was its going concern value since the company was a going concern. It is only once that value had been determined that it would become possible (b) to ascertain whether the bondholders had any interest in the company, and only after that could it be said (c) whether they could realistically enforce their rights otherwise than in an insolvent liquidation. Our criticism of the court is that it erroneously reversed this direction of reasoning, purporting to ascertain whether the bondholders had any interest in the company by assuming that their rights were what they would be if the company were in insolvent liquidation”⁶⁵.

Le superiori considerazioni dottrinali, volte a dimostrare la necessità di valutare le partecipazioni sociali al valore di ristrutturazione non appaiono, tuttavia, persuasive.

In tutti i sistemi che consentono di imporre una ristrutturazione ai soci che incida sulle loro partecipazioni si tratta di verificare – al momento del voto (*scheme of arrangement* o *CVA UK: company voluntary arrangement; Insolvenzplan* in Germania) o nella fase successiva dell’approvazione giudiziale richiesta dalla legge (Germania, Italia) – se costoro abbiano un interesse economico all’attività d’impresa della società (il che dipende dal valore della società e, dunque, in ultima istanza, dal criterio con il quale esso è determinato⁶⁶), al fine di rendere per essi vincolanti gli effetti della ristrutturazione a prescindere dal loro consenso.

Logicamente la questione si pone solo e soltanto qualora i soci contestino – al momento del voto o dell’omologazione – lo strumento di risanamento che si intende mettere in atto e che, per ipotesi, abbia ottenuto il consenso dei creditori nelle forme prescritte dalla legge.

Se, dunque, occorre valutare le partecipazioni dei soci che si oppongono a quella ristrutturazione che concretamente è stata esperita e la cui attuazione determina il valore di riorganizzazione⁶⁷ dell’impresa, si comprende perfettamente – a differenza di quanto sostiene l’opinione della dottrina UK qui in esame – la ragione per la quale occorre determinare quel valore facendo riferimento allo scenario della liquidazione: come notato dalla dottrina tedesca maggioritaria, il *Fortsführungswert* delle partecipazioni sociali è solo un valore potenziale che deriva dall’esecuzione del piano e dei provvedimenti volti alla ristrutturazione in essi contemplati⁶⁸. Non a caso la *Supreme Court US* ha notato che il

⁶⁵ CRYSTAL–MOKAL, *op. cit.*, 15 ss.

⁶⁶ CRYSTAL–MOKAL, *op. cit.*, 15.

⁶⁷ V. TOLLENAAR, *op. cit.*, 68 e 75 il quale chiaramente definisce il “reorganisation value” come “the value that is realised through the plan”.

⁶⁸ PÜHL, *op. cit.*, 344 e la dottrina cit. a nt. 1678.

“commercial value of property consists in the expectation of income from it”⁶⁹. Il che significa che è corretto valutare la società al valore di *going concern* soltanto se tale valore può essere prognosticamente realizzato mediante l’attuazione di un piano di risanamento capace di generarlo. Se si ipotizza che quest’ultimo non possa essere realizzato per l’opposizione di una classe di interessati - nel nostro caso i soci -, l’unica alternativa da considerare è (non già una ristrutturazione alternativa, per i motivi sopra evidenziati⁷⁰, bensì) esclusivamente la liquidazione e il valore che l’impresa ha nel suo contesto.

È vero - come asserisce la dottrina *UK* - che “the scheme of arrangement is intended to avoid, namely, a liquidation of the business and resulting dissipation of the going concern surplus”. Ma per valutare il valore dei diritti di una classe di soggetti che si *oppone alla sua realizzazione* occorre appunto perciò far riferimento allo scenario che inevitabilmente è destinato ad aprirsi in mancanza del piano di risanamento, ossia in caso di mancato conseguimento dell’obiettivo al quale esso è diretto.

Del resto, il valore attuale di una società non è - come asserito dalla dottrina *UK* qui criticata - il valore di risanamento solo perché essa è prospetticamente risanabile. Tale valore - lo si ripete - deriva dall’implementazione delle previsioni del piano di risanamento, in mancanza della quale il valore della società non è che quello derivante dalla sua liquidazione “in blocco” o delle sue singole componenti. Se devo compiere una valutazione della società nell’ipotesi in cui la ristrutturazione non abbia luogo (come in tutti i casi in cui sorge il problema in esame, nei quali la ristrutturazione potrebbe non essere attuata per l’opposizione di una classe di interessati), il valore attuale e corrente della stessa non può certo essere quello derivante da un risanamento che si ipotizza non poter aver luogo. È vero che la ristrutturazione determina l’accertamento di un *surplus* di valore incorporato nella società rispetto all’ipotesi della liquidazione. Il problema tralasciato dalla tesi qui criticata è però che tale valore si genera potenzialmente e nel futuro rispetto all’emersione della crisi, con l’attuazione dei provvedimenti di cui si

⁶⁹ Sul punto insistono CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 14 e 20.

⁷⁰ CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 17 ss. contestano che il metodo per valutare il valore dei soggetti che si oppongono alla ristrutturazione sia considerare l’alternativa della liquidazione. Essi asseriscono che tutte le parti coinvolte nella crisi dell’impresa sono conscie del fatto che la ristrutturazione di un’impresa risanabile genera un plus valore che può beneficiare tutti e che quindi il disaccordo non concerne il se della ristrutturazione, ma la distribuzione del valore che esso genera fra le diverse classi di interessati. Ma nel concludere che si dovrebbero considerare allora ristrutturazioni contenenti previsioni diverse circa tal distribuzione, tale dottrina non tiene conto di quanto condivisibilmente rilevato dalla dottrina italiana circa il fatto che lo scenario della liquidazione è l’unica alternativa concretamente praticabile.

sostanzia un piano di risanamento⁷¹. La corte, allorché deve operare un *cram down*, non può che considerare l'ipotesi nella quale la ristrutturazione non abbia luogo - in forza dell'opposizione della classe di interessati che deve essere *crammed down* - e non si generi il relativo plus-valore rispetto alla liquidazione.

8. *Considerazione nella valutazione delle partecipazioni nella società in crisi dei provvedimenti di risanamento.*

Importante nel senso di attribuire un valore tendenzialmente pari a zero alle partecipazioni dei vecchi soci in caso di crisi dell'ente appare una ulteriore argomentazione che è possibile trarre dalla riflessione svolta al riguardo dalla dottrina tedesca.

Quest'ultima si è interrogata sulla necessità di tenere conto, nell'eventuale valutazione delle partecipazioni sociali in base al *Fortführungswert*, dei provvedimenti funzionali al risanamento previsti nell'*Insolvenzplan*⁷².

In tal senso oltre ad alcuni autori tedeschi, si è espressa anche la dottrina UK la quale, nell'affermare che a) una società risanabile incorpora un *going concern value* che comprende un *surplus* rispetto al *liquidation value*; e che b) allorché una società è *going concern*, allora per ciò, il suo "actual current value" è quello derivante dal *going concern* medesimo, inevitabilmente perviene alla conclusione che nel valutare la società in crisi si deve tener conto di quel plusvalore (rispetto alla liquidazione) che è generato dai provvedimenti di cui si sostanzia la ristrutturazione (primo fra tutti la falcidia dei creditori preesistenti)⁷³.

La dottrina maggioritaria tedesca⁷⁴ sostiene, al contrario, che nella valutazione in questione tali provvedimenti non debbono essere presi in considerazione, adducendo che lo *Zeitpunkt* decisivo a tal fine sarebbe costituito dall'apertura della procedura non da quello, futuro ed eventuale, nel quale la società riorganizzata potrebbe tornare a essere

⁷¹ I più comuni fra essi sono elencati in CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 4 ss.

⁷² In altri termini: si tratta di verificare se nella valutazione delle partecipazioni alla società in crisi si debba tener conto dell'incremento di valore che deriva a seguito della riorganizzazione in conseguenza dei provvedimenti di cui essa si compone, incremento di cui dovrebbero poter beneficiare anche i soci.

⁷³ CRYSTAL-MOKAL, *passim*.

⁷⁴ Per ampie citazioni si rinvia a PÜHL, *op. cit.*, 344 nt. 1676.

profittevole⁷⁵. Conclusione verso la quale induce anche quanto si legge nella discussione della commissione per l'insolvenza: "gli incrementi di valore condizionati alla riorganizzazione non devono essere considerati", in quanto i soci che vengono esclusi dalla società in corso di ristrutturazione – rispetto ai quali si pone il problema, appunto, della valutazione delle rispettive partecipazioni – non partecipano alla riorganizzazione⁷⁶. In altri termini: il valore di riorganizzazione deriva dalla sua effettiva realizzazione sotto forma di future entrate generate dalla continuità dell'attività d'impresa; nel momento in cui è generato i soci hanno ormai perso la loro posizione, che, quindi, deve essere stimata senza poter tener conto del risanamento stesso.

Il problema è di centrale importanza per quanto si è detto precedentemente circa il fatto che le partecipazioni mantengono un loro valore, purché la società sia in grado di pagare integralmente i propri debiti. È chiaro che questo presupposto può dirsi sussistere se nella valutazione delle partecipazioni si ritiene di dover considerare anche i *Sanierungmassnahmen* e, fra questi, anche la falcidia delle pretese dei creditori prevista nel piano⁷⁷: in tal caso il raffronto fra i beni liquidabili e l'ammontare dei debiti andrebbe fatto avendo riguardo a questi ultimi non nel loro importo nominale e originario, ma nell'importo novato a seguito delle previsioni del piano, per cui sarebbe assai più facile far emergere un valore residuo nel patrimonio sociale da incorporare nelle azioni⁷⁸.

Ma più in generale la questione del c.d. *Stichtag* (giorno x) al quale riferire la valutazione delle partecipazioni sociali si interseca – come bene mette in evidenza la dottrina tedesca – con quello della possibilità o meno di incorporare in siffatta valutazione

⁷⁵ V. gli autori cit. da PÜHL, *op. cit.*, 326 nt. 1588 e 344 nt. 1678 che affermano che essere potenzialmente dotata di valore non equivale a incorporare un valore in un momento dato.

⁷⁶ Kfl, ester Bericht, 287.

⁷⁷ La questione è discussa anche nella dottrina tedesca sulla quale si rinvia a PÜHL, *op. cit.*, 343 ss. E v. anche CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 4 dove il *write-down* dei debiti viene annoverato fra i principali metodi di ristrutturazione.

⁷⁸ Sull'effetto esdebitatorio del concordato v. D'ATTORRE, *Le proposte*, cit., 1168 ss. ("per effetto del concordato, infatti, la pretesa creditoria viene conformata secondo i termini e le condizioni previsti nella proposta, venendo estinta (o, secondo altra prospettiva, divenendo inesigibile) nei confronti del debitore (art. 184 l.fall.), con conseguente liberazione del debitore stesso. Anche laddove si voglia ritenere che la liberazione del debitore si attui non già con il passaggio in giudicato del decreto di omologazione, ma con l'adempimento degli obblighi concordatari, si tratta comunque di adempimenti dei debiti falcidiati per effetto del piano o di obbligazioni assunte in sede di piano, non dei debiti originari dai quali la crisi è dipesa).

anche i provvedimenti oggetto del piano di ristrutturazione che siano disposti dall'organo della procedura o decisi dal ceto creditorio⁷⁹.

Una simile possibilità – che pure riscuote consensi di autori importanti⁸⁰ – viene per lo più scartata dalla dottrina dominante, oltre che per quanto detto in ordine al momento temporale rilevante ai fini della valutazione delle partecipazioni sociali dei vecchi soci, sulla base di considerazioni che appaiono persuasive anche se inquadrate nel contesto normativo italiano.

Coloro che sostengono la tesi secondo cui il *surplus* di valore generato dal risanamento della società (la dottrina tedesca parla di *Unternehmensträgerreorganisation*: risanamento del soggetto che esercita *ab origine* l'impresa, senza cessione della stessa a un soggetto terzo (*übertragender Sanierung*)) rispetto all'importo delle obbligazioni spettanti ai vecchi soci, giustificano la loro opinione asserendo che,

– diversamente opinando – ossia attribuendo tale plus-valore ai nuovi soci che per ipotesi siano, a seguito per es. di un debt-equity-swap, i creditori – si violerebbe il principio per cui essi devono essere soddisfatti solo per l'importo della loro pretesa⁸¹,

– comunque i vecchi soci hanno creato con l'esercizio dell'impresa ante crisi parte del valore derivante dalla continuità aziendale resa possibile dal risanamento;

– i vecchi soci hanno comunque creato il substrato per il risanamento dell'impresa, il cui plus-valore dovrebbe essere, pertanto, condiviso con gli stessi⁸².

Tuttavia, in senso contrario, viene condivisibilmente obiettato che i proprietari originari dell'impresa hanno determinato, piuttosto, le premesse per l'insorgere della crisi e per l'apertura di una procedura di risanamento che passa, inevitabilmente, attraverso sacrifici imposti ai creditori; per cui appare irragionevole che gli effetti del risanamento derivante dai sacrifici imposti al ceto creditorio possano essere ripartiti anche fra coloro che hanno generato le premesse della crisi.

⁷⁹ Per la chiara rappresentazione dell'interferenza fra il momento temporale al quale si deve riferire la valutazione (per es. quello dell'apertura della procedura o, in alternativa, quello dell'approvazione del tribunale) e quello della considerazione dei provvedimenti funzionali al risanamento nella valorizzazione delle partecipazioni v. PÜHL, *op. cit.*, 343 nt. 1675.

⁸⁰ Verse, *zgr*, 2010, 310 ss.; Spetzler, 70 ss.

⁸¹ Si tratta della regola che “corollary of the absolute priority rule” ossia la “rule that no creditor may receive more than 100% of its claims at the expense of a dissenting class”, che ha origine nel *Chapter 11 Usa* e sul quale v. TOLLENAAR, *op. cit.*, 68 ss. e le ampie cit. a nt. 68.

⁸² V. PÜHL, *op. cit.*, 346 ss.

Del resto, riprendendo un argomento già utilizzato in precedenza, la questione della valutazione della partecipazione dei soci si pone allorché costoro si oppongono alla ristrutturazione proposta e approvata dai creditori. Valutando la loro partecipazione al valore di risanamento significa, in pratica, consentire loro di appropriarsi di parte del plusvalore che genera il *going concern* reso possibile dalla ristrutturazione, una volta soddisfatti i debiti sociali. Ma davvero non si comprende come sia possibile ammettere una tale eventualità, non tanto perché ai soci non possa essere attribuito una parte di questo valore in assoluto – al contrario si ritiene ammissibile, come fa parte della dottrina italiana una simile possibilità⁸³, ma sul presupposto che i creditori, le cui pretese sono *ex lege* antergate nel soddisfacimento rispetto a quelle dei soci, vi abbiano consentito –, quanto perché costoro non prendono in alcun modo parte alla ristrutturazione proposta, anzi la contestano. Ponendosi al di fuori della ristrutturazione, che comporta sempre dei sacrifici per i creditori – prima fra tutti la falcidia – non si vede come i soci possano pretendere di beneficiare del valore da essa prodotto, a spese dei soli creditori.

Anche tali considerazioni confermano come la valutazione delle partecipazioni dei vecchi soci debba essere effettuata nella prospettiva della liquidazione giudiziaria: se nell'ambito di tale stima non si può tener conto – per le ragioni anzidette – dei provvedimenti funzionali al risanamento previsti nel piano, si deve allora scartare il criterio di valutazione del *Fortführungswert* che, come detto, consente di attribuire alle partecipazioni il valore – di regola superiore a quello di liquidazione – derivante dalla prosecuzione dell'attività d'impresa, in ultima istanza reso possibile proprio da quei provvedimenti di ristrutturazione che non devono essere presi in considerazione.

Ad ulteriore conforto della tesi qui preferita risulta di fondamentale importanza qualche cenno ai rapporti fra amministratori e soci nella fase “crepuscolare” dell'impresa societaria.

Nel nostro ordinamento sono rintracciabili indici normativi sufficienti a fondare il dovere degli amministratori, una volta accertato che la società è in crisi e quantomeno nell'ipotesi in cui intendano adottare decisioni incidenti sull'investimento azionario, di convocare tempestivamente l'assemblea, se non altro per rendere edotti i membri della compagine sociale della situazione e per chiedere un interpello o una “ratifica” in merito

⁸³ FABIANI, parere pro veritate, cit.; D'ATTORRE, *Le utilità*, cit., 316 ss. e la pronuncia del Trib. Firenze che afferma il medesimo principio di diritto ivi annotata

all'indirizzo da adottare. Dovere che assolve la specifica funzione di consentire ai soci di intervenire attivamente per superare la crisi, anche e soprattutto, apportando risorse finanziarie⁸⁴: si tratta di garantire ai soci la scelta se proseguire lungo il percorso di risanamento progettato dagli amministratori – che potrebbe comprendere anche i provvedimenti ablativi della partecipazione sociale qui in esame – o, ancora, se revocare gli amministratori qualora non ne condividano le scelte o interrompere anticipatamente l'attività sociale e deliberarne lo scioglimento⁸⁵.

Più specificamente, la dottrina ha richiamato al proposito gli artt. 2446, comma 1 e l'art. 2447 c.c., la cui *ratio* viene individuata proprio nell'esigenza di coinvolgere i soci nelle iniziative volte al risanamento dell'impresa almeno a fini informativi e l'art. 2476, comma 2, c.c.⁸⁶; e ha ritenuto significativo che, al fine di salvaguardare le menzionate esigenze

⁸⁴ BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi* (Torino, 2015), 231-232; ID. "Proposte concorrenti nel concordato preventivo e *governance* dell'impresa in crisi", *Giur. comm.*, 2017, I, 335 ss.; PACILEO, "Doveri informativi e libertà d'impresa nella gestione di una s.p.a. in «fase crepuscolare»", *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 83 ove a nt. 37 ulteriori riferimenti.

⁸⁵ BRIZZI, *Doveri degli amministratori* cit., 232; SFAMENI, *Perdita del capitale sociale e bilancio straordinario* (Milano, 2004), 65 ove a nt. 180 ulteriori riferimenti; DE LUCA, "Riduzione del capitale ed interessi protetti. Un'indagine comparatistica", *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 595 ss. Sulla revocabilità degli amministratori come strumento di soluzione dei conflitti soci/amministratori sulle modalità con le quali affrontare la crisi v. anche la massima 58, cit.; BRIZZI, "Proposte" cit., 335 ss.

Come è noto, secondo alcuni autori possono rientrare negli opportuni provvedimenti non solo le operazioni sul capitale, ma anche le vere e proprie decisioni aziendali, e dunque per questa via anche le soluzioni negoziali della crisi procedimentalizzate dalla legge, come il ricorso al concordato preventivo, anche in bianco: in tema, cfr. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea* (Milano, 1985) 117 ss.; ABBADESSA, "L'assemblea: competenza", in Abbadessa-Portale (diretto da), *Tratt. delle società per azioni* (Torino, 1994), 3*, 60 ss.; ID., "La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.", in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras* (Torino, 2010), 4 ss.; ABBADESSA-MIRONE, "Le competenze dell'assemblea", *Riv. soc.*, 2010, 282 ss.; PORTALE, "Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione", in Colombo-Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* (Torino, 2006), 2, 29 ss.; GUERRERA, "Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi", *Riv. soc.*, 2013, 1126; MAUGERI, "Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella spa", *Riv. soc.*, 2013, 406 ss.

⁸⁶ BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, 231-232, che richiama SFAMENI, *op. cit.*, 18; BRIZZI, "Proposte" cit., 335 ss., ove la valorizzazione, oltre che degli articoli cit. nel testo anche dei principi di buona fede e correttezza che regolano i rapporti obbligatori (artt. 1175-1375 c.c.), ovvero di quelli della disciplina del mandato (art. 1710, comma 2, c.c.); PACILEO, *op. cit.*, 79 ss., ove a nt. 29 ulteriori richiami e che valorizza anche gli artt. 2484, comma 1, n. 2) e n. 6) e 2487, comma 1, lett. c), c.c.; sulla rilevanza ai fini della riflessione che si compie nel testo dei flussi informativi fra amministratori e soci nella s.r.l. v. A.M. LUCIANO, "La gestione della s.r.l. nella crisi pre-concorsuale", *Riv. soc.*, 2017, 405 ss. In generale sulla funzione informativa della convocazione dell'assemblea per la riduzione obbligatoria del capitale v. MIOLA, "La tutela dei creditori e il capitale sociale: realtà e prospettive", *Riv. soc.*, 2012, 298; STANGHELLINI, "Director's Duties and the Optimal Timing of the Insolvency. A Reassessment of the «Recapitalize or liquidate» Rule", in Benazzo–Cera-Patriarca, *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze* (Torino, 2011), 761 ss.

informativa, l'art. 182 *sexies* l.fall. faccia salva l'applicazione della prima disposizione⁸⁷. Tutte queste regole vengono ritenute capaci di dare contenuto ai parametri della correttezza e della diligenza nella gestione della società in stato di crisi⁸⁸, secondo una ricostruzione che trova corrispondenza nei principali ordinamenti stranieri, nei quali l'evoluzione interpretativa è orientata verso un coinvolgimento dei soci quantomeno nelle decisioni gestorie relative a una crisi non ancora sfociata nell'insolvenza e incidenti sulla loro posizione, nonché sulla struttura e sull'oggetto delle impresa societaria⁸⁹.

Se i soci non hanno sfruttato questo "primo round"⁹⁰, ricapitalizzando la società o sostituendo gli amministratori di cui non condividano le scelte in merito alla gestione della crisi - dunque non hanno sfruttato l'opportunità di evitare *ex ante* l'avvio di una procedura - non si vede per quale motivo il loro interesse a partecipare alla "ri-negoziazione" relativa alla struttura finanziaria dell'impresa debba essere preservato una volta aperto il concordato⁹¹.

In tale ottica, peraltro, la previsione di una regola che sacrifica l'interesse dei vecchi soci a rimanere in società o a non subire diluizioni della loro partecipazione appare pienamente coerente con altre previsioni concorsuali, la cui *ratio* può essere individuata

⁸⁷ PACILEO, *op. cit.*, 80; e sul rapporto fra gli artt. 182 *sexies* l.fall. e 2447 c.c. NIGRO, "Riduzione o perdita del capitale della società in crisi", *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 574; STRAMPELLI, "Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi", *Riv. soc.*, 2012, 654.

⁸⁸ SFAMENI, *op. cit.*, 63 e nt. 176; BRIZZI, *Doveri degli amministratori cit.*, 234 e nt. 228 e 229 per ult. rif.; PACILEO, *op. cit.*, 81.

⁸⁹ Si afferma, infatti, che al fine di assicurare una regolare direzione dell'impresa, gli amministratori hanno il dovere di informare i soci sull'esistenza di una situazione di crisi e sulle possibilità di risanamento. In Germania sono valorizzati al riguardo i §§ 49, *Abs. 2, GmbHG* e 91, *Abs. 1, AktG*, che impongono un obbligo di convocare l'assemblea se dal bilancio predisposto al termine o nel corso dell'esercizio risulti la perdita della metà del capitale sociale. Si fa, inoltre, riferimento, alla clausola generale contenuta nel § 49, *Abs. 3, GmbHG* per cui l'assemblea deve essere convocata (a parte le ipotesi specificate all'*Abs. successivo*) quando ciò appaia nell'interesse della società.. BORK, "Pflichten der Geschäftsführung in Krise und Sanierung", *ZIP*, 2011, 107 ss.; SCHMIDT, in Schmidt-Uhlenbruck (hrsg.), *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz* (Köln, 2016), 381, secondo il quale l'obbligo *ex § 49, Abs. 2, GmbHG* comprende, nella fase del tentativo di superamento della crisi, un dovere di relazione e di progettazione degli amministratori nei confronti dei soci (*BGB*, 20 febbraio 1995- II ZR 9/94, *GmbHR*, 1995, 300; SEIBT, "§ 49", in Scholz, *GmbHG* (Köln, 2010), Rz. 23: i gestori devono adottare ogni decisione strategica, che non sia imposta dalla legge, in accordo con i soci. Per ulteriori ampi riferimenti alla dottrina spagnola e *USA v. PACILEO, op. cit.*, 81 nt. 33.

⁹⁰ L'espressione è utilizzata da STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia* (Bologna, 2007), 178 ss.

⁹¹ Sul punto, v. BENAZZO, *op. cit.*, (241 ss. (al quale appartiene l'espressione fra virgolette) ove la chiara distinzione di due passaggi successivi: nel primo i soci - sollecitati dagli amministratori secondo le regole del diritto societario - rimangono titolari del potere esclusivo di determinare l'assetto finanziario della società in crisi; nel secondo - che si realizza solo in caso di loro inerzia o disinteresse - quel potere viene traslato a favore di terzi; FABIANI, parere *pro veritate cit.*, 40. Quanto si sostiene nel testo trova corrispondenza nella riflessione di PÜHL, *op. cit.*, 135, il quale rileva che la "Zugriff auf die Anteile" del piano è legittimo in quanto i vecchi soci hanno, sia prima che durante la procedura di insolvenza, la possibilità di riappropriarsi della società (economicamente divenuta dei creditori), ricapitalizzandola e soddisfacendo i suoi debiti.

nel favorire un ricambio della compagine societaria alla quale è in ultima istanza riconducibile - almeno per la scelta dei gestori - l'insorgere della crisi. Si pensi, in particolare, all'art. 182 *quater*, comma 3, 2° periodo l.fall., che accorda la prededucibilità per intero a chi abbia acquistato una partecipazione sociale in esecuzione del concordato o dell'accordo di ristrutturazione, così come, a livello comparatistico, al § 39, *Abs 4, Inso*.

Tali considerazioni indicano che i soci sono nella condizione di poter conservare il valore che ritengono incorporato nelle loro partecipazioni nonostante la crisi adottando direttamente le contromisure adeguate a fronteggiarla e a determinare quel risanamento dal quale l'esistenza di quel valore dipende. Se i soci non sfruttano tale possibilità, appare del tutto illogico e insensato interpretare il dato positivo in modo da continuare a preservare tale loro interesse proprietario una volta avviata la procedura concorsuale.